

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS A  
PARTIR DEL DENOMINADO  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
FLORIDA I”**

*Montevideo, setiembre de 2017*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
22	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DE TITULOS DE DEUDA DE  
"FIDEICOMISO FINANCIERO FLORIDA I"  
Setiembre 25 de 2017**

<b>Plazo:</b>	12 años a partir de finalizado el período de gracia previsto para enero de 2019.
<b>Títulos de Deuda:</b>	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta la suma de UI 168.200.000 de Valor Nominal (ver cronograma previsto)
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Cesión de la Intendencia de Florida de la cobranza realizada a través del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE).
<b>Emisor:</b>	RAFISA
<b>Fideicomitente:</b>	Intendencia de Florida (IF)
<b>Amortización:</b>	El capital de los TD será amortizado en cuotas bimensuales representando cada una la sexta parte de lo que corresponde amortizar cada año según criterio que se describirá en la sección correspondiente de este informe. Dicha amortización comenzará una vez finalizado el periodo de gracia.
<b>Pago de intereses:</b>	En cuotas consecutivas en UI, pagaderas en los meses de febrero de cada año a partir de la fecha de cada emisión (día 5)
<b>Tasa:</b>	según contrato es hasta el equivalente a Bonos del Estado Uruguayo en UI más 350 puntos básicos. La tasa fijada en el Prospecto es 7 %, inferior a la estipulada como máxima en el Contrato.
<b>Fecha de emisión:</b>	a partir del 1/6/16
<b>Gracia:</b>	Desde la fecha de emisión hasta el mes de enero de 2019.
<b>Fiduciario:</b>	RAFISA
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA)
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A- uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30 de abril de 2018
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas generadas por Intendencias Departamentales.

## Resumen General

***CARE Calificadora de Riesgo ha actualizado la calificación de los títulos de deuda emitidos con el respaldo del llamado "Fideicomiso Financiero Florida I" manteniendo la categoría A- uy de grado inversor.***

El objeto de esta emisión consistió en la generación de recursos para la realización de inversiones en obra pública por parte de la Intendencia de Florida (en adelante IDF) por un importe de aproximadamente UI 164.600.000 que se enmarca en el denominado Plan Estratégico Florida 2030.

A efectos de realizar dichas inversiones, la IF requiere de financiamiento para lo cual planteó la emisión de varios títulos de deuda de oferta pública a realizarse por el Fideicomiso por un monto de hasta UI 168.200.000. El repago de los títulos estará respaldado con la parte de cobranza de tributos que transfiere la IF hasta la suma equivalente en UI de hasta UI 290.700.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.

Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

### **Respecto de los títulos de deuda cabe señalar:**

- El presente fideicomiso se realizó al amparo de la Ley 17.703 y en su estructura se contempló la anuencia de la Junta Departamental de Florida (JDF) por, al menos, los dos tercios de votos y su remisión al Tribunal de Cuentas de la República (TCR) y resolución del Comité de Seguimiento del SUCIVE (art. 3 Ley 18.860). En tal sentido no se advierten riesgos desde el punto de vista jurídico.
- La cobertura adecuada, establecida a partir de la cesión de cobranzas en un monto razonable.
- Respecto de la liquidez, ésta es adecuada tomando en cuenta las características del mercado uruguayo.

### **Respecto de los flujos proyectados:**

- La recaudación comprometida para el pago de los títulos de deuda representa, en el año de mayor desembolso, un porcentaje relativamente menor de los ingresos totales de la intendencia (6,5 %) y aún de la cobranza que se cede, 32,86 % de la misma; en ambos casos tomando como referencia la mayor cuota cedida en el período. Si bien, la IF declara tener otra afectación de recursos, que se analizará más adelante, la misma, de producirse, tendría efectos marginales.
- Tampoco parece probable que un eventual escenario muy adverso en lo económico pudiera llegar a hacer caer la cobranza por concepto de patente de rodados por debajo del nivel exigido por esta operación.
- Razonabilidad de los supuestos utilizados en función de los antecedentes de las proyecciones de la cobranza de la IF.

**Respecto de la Administración:**

- La administración fiduciaria está a cargo de República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA) una firma de probada idoneidad en la función requerida.
- Se contemplan disposiciones de gobierno corporativo de estilo en estos casos

**Respecto del entorno y el riesgo político:**

- No se advierten riesgos de esta naturaleza que puedan afectar significativamente la situación de los compromisos asumidos en esta operación.
- Las obras objeto de este fideicomiso se vienen ejecutando razonablemente según lo planificado.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos representativos de deuda de oferta pública emitidos por REPUBLICA AFISA (en adelante RAFISA) en su calidad de Administradora Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Florida I (en adelante FFFI) por un monto total de hasta la suma de UI 168.200.000 de los cuales hasta la fecha de esta actualización se han emitido UI 153.062.000, así como un certificado de participación residual, a favor de la IDF, que no se califica. Los títulos que se califican se emitieron con el respaldo correspondiente del fideicomiso financiero. Este se compone del flujo de fondos futuro que por concepto de cobro de tributos departamentales, comprendidos en el SUCIVE, es fideicomitado por la IF a RAFISA por hasta la suma de UI 290.700.000 lo que resulta suficiente para amortizar la emisión, los intereses generados así como los gastos derivados de la creación y administración del fideicomiso.

REPÚBLICA AFISA integra este flujo de fondos en un patrimonio fiduciario destinado a respaldar la emisión de títulos de deuda por hasta la suma ya indicada y la emisión de un certificado de participación a favor de la IDF por el eventual remanente a la extinción del fideicomiso.

Los tributos fideicomitados por parte de la IDF son los derechos de crédito presentes y futuros por concepto de recaudación del impuesto a los vehículos de transporte (numeral 6º del artículo 297 de la Constitución de la República), los recargos, multas y moras, así como las multas que pudieran corresponder a los propietarios, poseedores o conductores, a los que tiene o tenga derecho la IF (en adelante "Ingresos Vehiculares"). Estos son los recursos cedidos al SUCIVE según Ley No. 18.860 del 28/12/11. La Cesión de Créditos incluye los pagos realizados bajo el contrato de Fideicomiso SUCIVE así como los eventuales contratos que se firmen en el futuro para la cobranza de los Ingresos Vehiculares de la IF hasta la concurrencia de todos los importes adeudados bajo el Contrato de Fideicomiso en los plazos y condiciones establecidos.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio <sup>1</sup>.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y renta - fija o variable- o tasa de interés, si corresponde como en este caso. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde <sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera.

<sup>2</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3.

La presente es una emisión de oferta pública, y los títulos están siendo emitidos por RAFISA al amparo de la Ley 17.703 del 27 de octubre del 2003. Se amortizarán en cuotas bimensuales los meses de febrero, abril, junio, agosto, octubre y diciembre de cada año, una vez transcurrido el período de gracia (5/2/19). El monto a amortizar en cada instancia será una sexta parte del total a amortizar anualmente, de acuerdo al siguiente criterio: los primeros 4 años se amortizará un total anual de 6% en cada año, los posteriores 4 años se amortizará un 9% en cada año y los últimos 4 años se amortizará un 10% cada año. Los intereses se cancelarán anualmente a partir de cada mes de febrero posterior a su emisión y la tasa será hasta el equivalente a Bonos del Estado Uruguayo en Unidades Indexadas más 350 puntos básicos. Al momento la tasa ha sido del 7 %.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve y contó oportunamente con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe integró, como anexo, el informe de calificación original. También el comité cuenta con el asesoramiento técnico del Arq. Andrés Pfeiff quién realiza el seguimiento de las obras objeto de este fideicomiso según el alcance establecido en el manual elaborado por CARE a estos efectos.

## 2. Antecedentes generales

La Intendencia Departamental de Florida ha decidido realizar diversas obras públicas en el Departamento por un total de, aproximadamente UI 164.600.000 enmarcadas en el denominado Plan Estratégico Florida 2030. Este monto, según cotización al 19/1/2016, equivale a u\$s 16.994.491. En el cuadro siguiente se resume el detalle y el costo de las inversiones a realizar:

<b>Cuadro 1: Obras a ejecutar</b>	
<b>Descripción</b>	<b>miles de UI</b>
Centro deportivo y recreativo de Casupá	2.400
Centro deportivo y recreativo de Fray Marcos	4.350
Centro deportivo y recreativo de 25 de Agosto	2.900
Centro deportivo y recreativo de Alejandro Gallinal	1.450
Espacios de integración barrial	7.700
Pluviales del Barrio MEVIR en Cardal	7.200
Pluviales de Barrios Nuevo París y SIAV de Sarandí Grande	11.900
Plan consolidación de Barrios MEVIR	43.600
Plan de gestión de residuos sólidos urbanos	12.600
Desarrollo urbanístico de la zona norte de Florida, ciudad	21.500
Puente y accesos del arroyo Pintado	35.850
Parque Ecológico Canteras de 25 de Mayo	2.000
Mejoras en Estadio Campeones Olímpicos	4.850
Cartera de Tierras Parques Industriales y Viviendas	6.300
<b>Total</b>	<b>164.600</b>
Fuente IF	

- El financiamiento de estas obras se ha instrumentado a través de la emisión de varios títulos de deuda a realizarse por el Fideicomiso por hasta UI 168.200.000, según cronograma que se viene ejecutando acorde a lo previsto (ver Cuadro 4); el repago de los títulos estará respaldado con la parte de la cobranza de tributos que transfiere la IDF hasta la suma equivalente a UI 290.700.000 más los fondos necesarios para atender gastos, comisiones e impuestos.
- En ocasión de la calificación original se enumeraron detalladamente los pasos formales seguidos por la IF hasta la aprobación final de esta operación, tales como la aprobación de la JDF, informe del TCR entre otros. Los mismos fueron analizados en el informe de contingencias jurídicas sin que merecieran observaciones por lo que se considera innecesario reiterarlos en esta ocasión.
- Hay que tener en cuenta que en diciembre de 2013 la IF firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho ente. Por el mismo, la IDF cede a otro fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos. Este aspecto se analiza más adelante.

### **3. Objeto de la calificación, información analizada.**

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que adquirieron los títulos de deuda en las condiciones de interés y plazo, que se informan sucintamente en la Sección II.

La información analizada en esta oportunidad incluye entre otros los siguientes documentos <sup>3.</sup>:

- Informe de Calificación del “Fideicomiso Financiero UTE Reestructuración Deudas de Intendencias por Alumbrado Público”, realizado por CARE y sus actualizaciones.
- Informe de calificación original de este Fideicomiso y actualizaciones correspondientes
- Recaudación SUCIVE de la IF actualizada a junio de 2017
- EE.CC de la fiduciaria al 30/06/17
- EE.CC del Fideicomiso al 30/06/17 con informe de revisión limitada de CPA Ferrere
- Documento de emisión del 26/5/17
- Información sobre el avance de las obras proporcionado por la IF.

<sup>3.</sup> CARE debe aún recibir informes de auditoría independiente

#### 4. Hechos salientes del período

- Emisiones: en el período transcurrido desde la última actualización se ha verificado una nueva emisión por UI 23.548.000 con fecha 26/5/17. Con esta emisión se alcanzó el 91 % del total autorizado.
- Las obras se siguen ejecutando alcanzando a la fecha un avance global de 35 %.

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos de Deuda emitidos por el Fiduciario que serán adquiridos por el o los beneficiarios, en oferta pública. Los bienes fideicomitados para el pago de dichos títulos están constituidos por flujo de fondos comprometidos a partir de la cesión de la recaudación correspondiente y necesaria de tributos municipales a los vehículos automotores. Un resumen de la descripción de los títulos es la siguiente:

<b>Títulos:</b>	Títulos representativos de deuda
<b>Moneda:</b>	Pesos uruguayos expresados en Unidades Indexadas a la fecha de emisión
<b>Monto de Emisión:</b>	Hasta UI 168.200.000, según cronograma previsto
<b>Interés:</b>	Hasta el equivalente a Bonos del Estado Uruguayo en Unidades Indexadas más 350 puntos básicos
<b>Plazo:</b>	12 años a partir de finalizado el periodo de gracia, es decir, enero de 2019. Fecha de finalización prevista, febrero de 2030.
<b>Pago de intereses:</b>	Los intereses de los Títulos de Deuda serán cancelados en cuotas consecutivas en UI, pagaderas en febrero de cada año posterior a su fecha de emisión.
<b>Amortización de capital:</b>	El capital de los Títulos de Deuda será amortizado en cuotas bimensuales en UI una vez transcurrido el período de gracia. Cada cuota equivaldrá a la sexta parte de lo que corresponda amortizar cada año según el siguiente criterio: los primeros 4 años serán del 6 % del total emitido; los 4 siguientes del 9 % y los 4 últimos del 10 % siendo el primer vencimiento el 5 de febrero de 2019. El Prospecto prevé una forma de pago anticipado.
<b>Activo fideicomitado:</b>	Flujo de Fondos por hasta UI 290.700.000 provenientes de los créditos presentes y futuros que la IF tiene derecho a percibir del Fideicomiso SUCIVE por concepto de los pagos que por tributos, precios y otros ingresos departamentales efectúen sus contribuyentes y clientes, independientemente de quién sea en el futuro el fiduciario administrador del SUCIVE.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	A- uy

## **Análisis Jurídico**

Al tratarse de una cesión de cobranza de tributos y de un financiamiento a largo plazo que trasciende el período de la actual administración municipal, el análisis jurídico es básico para blindar el negocio financiero. Resulta clave por tanto a juicio del Comité de Calificación de CARE la legitimación de todo lo actuado.

A tales efectos CARE contó con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo acompañó el informe de calificación original como Anexo 1.

Del mismo, se extrae la conclusión final:

***“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión.”***

## **Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al o los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. En función de los análisis realizados se considera que el riesgo de incumplimiento por defectos en la estructura es *casi nulo*.

**Riesgo por iliquidez.** Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*.

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

Según EE.CC intermedios al cierre del 30/6/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 537.810. Esto supone una disminución del orden del 3.7 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,81. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>
<b>Activo</b>	<b>604.877</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
Activo Corriente	205.476	219.778	457.830
Activo no Corriente	399.402	417.102	256.374
<b>Pasivo</b>	<b>67.067</b>	<b>78.969</b>	<b>96.271</b>
Pasivo Corriente	42.726	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.342	20.433	8.621
<b>Patrimonio</b>	<b>537.810</b>	<b>557.910</b>	<b>617.932</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>604.877</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,81</b>	<b>3,75</b>	<b>5,22</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 20 % en el semestre cerrado en junio de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos en el último semestre y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

### Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	135.622	168.648	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(105.541)	(96.925)	(217.054)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>30.081</b>	<b>71.723</b>	<b>90.458</b>
Resultados Diversos	126	3	84
Resultados Financieros	7.391	33.115	29.802
IRAE	(7.998)	(24.241)	(31.299)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>29.600</b>	<b>80.600</b>	<b>89.044</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2017, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso

El contrato que dio forma al Fideicomiso se celebró entre RAFISA y la IF el 30 de diciembre de 2015. El 10 de mayo de 2016, la Dirección General de Registros otorgó su autorización de forma definitiva y el 1 de junio del mismo año se produce la primera emisión por UI 31.958.000 por lo que puede decirse que en esa fecha comienzan sus actividades.

El cronograma de integración previsto para el total autorizado de UI 168.200.00 se informa en el siguiente cuadro junto con las emisiones efectivamente realizadas hasta el momento de forma de visualizar el grado de cumplimiento.

### Cuadro 4: Cronograma integración previsto y real- miles UI

Título	Fecha	previsto	Fecha real	real
1	may.-16	15.000	06/01/2016	31.958
2	may.-16	17.500	29/8/2016	31.958
3	ago.-16	32.500	28/11/2016	31.958
4	nov.-16	32.500	03/01/2017	33.640
5	feb.-17	32.500	26/5/2017	23.548
6	may.-17	24.000		
7	ago.-17	9.000		
8	nov.-17	5.200		
<b>Total</b>		<b>168.200</b>		<b>153.062</b>

Fuente: Prospecto Informativo y Documentos de Emisión BCU

Puede apreciarse que la cifra emitida hasta el momento, con algún desfase menor, es consistente con lo estimado. Con la última emisión, realizada en mayo del corriente año, se alcanzó el 91 % del monto total previsto. La tasa contractual aplicable es del 7 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión hasta su cancelación total.

El estado de situación patrimonial del Fideicomiso al 30/06/17 se informa resumidamente en el cuadro siguiente.

**Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso**

(miles de \$)	30/6/17	31/12/16
<b>Activo</b>	<b>1.118.092</b>	<b>938.702</b>
Activo Corriente	459.466	284.891
Activo no Corriente	658.626	653.812
<b>Pasivo</b>	<b>587.541</b>	<b>353.248</b>
Pasivo Corriente	17.692	10.935
Pasivo no Corriente	569.850	342.313
<b>Patrimonio</b>	<b>530.550</b>	<b>585.455</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.118.092</b>	<b>938.702</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>25,97</b>	<b>26,05</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Tal como se establece en los EE.CC el Fideicomiso comenzó a financiar el plan de obras establecido desde el comienzo mismo de la primera emisión; al 30/06/17 se han registrado pagos por este concepto por algo más de \$ 131 millones distribuidos en varias obras.

Según los citados EE.CC, el cronograma restante de importes a percibir por cesiones realizadas y pagos por concepto de intereses y amortizaciones de los títulos es el siguiente.

**Cuadro 6: comparativo entre cesiones y pagos**

(miles UI)	cesiones	pagos	saldo acum.
<b>2017</b>	<b>4.500</b>	<b>3.413</b>	<b>1.087</b>
2018	11.500	10.098	2.489
2019	23.000	21.684	3.805
2020	23.000	21.160	5.645
2021	22.200	20.453	7.392
2022	21.600	19.747	9.245
2023	25.850	24.086	11.009
2024	25.050	21.967	14.092
2025	24.050	21.967	16.175
2026	23.050	20.907	18.318
2027	23.600	21.530	20.388
2028	22.500	20.352	22.536
2029	21.300	19.175	24.661
2030	19.500	17.997	26.164
<b>Totales</b>	<b>286.200</b>	<b>261.123</b>	<b>181.919</b>

Fuente: CARE en base RAFISA

La columna pagos incluye intereses y amortización, aunque esta última comienza en el año 2019. Los pagos realizados hasta ahora por el Fideicomiso vinculados a la emisión corresponden exclusivamente a intereses al regir el período de gracia de amortización de capital. El área destacada correspondiente al año 2017 significa que ya se canceló.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable. *Riesgo muy bajo.*

**Riesgo por cambio de fiduciario.** Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en el flujo futuro de cobranza necesario para pagar los aportes al fideicomiso financiero. Como queda referido el fiduciario recibe la cesión del flujo futuro de la cobranza de patentes de vehículos y demás ingresos vehiculares de la IF y con el mismo paga las obligaciones asociadas a los títulos de deuda emitidos.

Los títulos de deuda que se están emitiendo podrán alcanzar un total de hasta UI 168.200.000 según cronograma descrito en el Cuadro 4 y que ya se ha cumplido en un 91 %.

Los mismos se amortizarán en cuotas bimensuales a partir de febrero de 2019. Cada cuota será la sexta parte del importe anual que corresponderá amortizar según el siguiente detalle: las 4 primeras 6 %; las 4 siguientes 9 % y las 4 últimas 10 %. El cronograma de pagos por concepto de amortización e intereses se expone en el Cuadro 6.

Para hacer frente a estos compromisos y los derivados de la administración del Fideicomiso, la IDF ha cedido tributos según cronograma que se informa en el mismo Cuadro 6 en la columna denominada "cesiones".

En definitiva, se puede observar que el activo subyacente así definido luce más que suficiente para atender los compromisos contraídos.

### Relación de los compromisos en la economía de la IDF

Interesa conocer cuanto representa este compromiso que asume la IDF respecto al total de sus ingresos por concepto de Ingresos Vehiculares (SUCIVE) y aún respecto a la totalidad de sus ingresos.

En tal sentido, se contó con el presupuesto vigente que rige por el período 2016 – 2020. En forma resumida se exponen los rubros más relevantes a los efectos de este análisis.

<b>Cuadro 7: Presupuesto IDF 2016 - 2020 (millones de \$ de 2015)</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.287</b>	<b>1.266</b>	<b>1.223</b>	<b>1.215</b>	<b>1.215</b>
Ingresos de origen departamental	760	756	711	702	702
Ingresos de origen nacional	527	509	512	514	514
<b>Total Egresos</b>	<b>1.286</b>	<b>1.266</b>	<b>1.223</b>	<b>1.215</b>	<b>1.215</b>
Rubro 0	666	669	671	673	676
Junta Departamental	75	72	72	72	72
Los demás	545	525	480	470	467

Fuente: Decreto de la JDF No. 7/16 del 18/3/16

De forma de facilitar la comparación CARE convirtió las cifras del cuadro precedente, expresadas en moneda nacional de 2015, a UI según cotización al 30/6/15, 3.0983, el resultado en miles de UI se expone en el siguiente cuadro.

<b>Cuadro 8: Presupuesto IDF 2016 - 2020 (miles de UI)</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Total Ingresos	415.389	408.289	394.733	392.472	392.472
Ingresos de origen departamental	245.296	244.005	229.481	226.576	226.576
Ingresos de origen nacional	170.093	164.284	165.252	165.897	165.897
Total Egresos	415.066	408.611	394.733	392.151	392.151
Rubro 0	214.957	215.925	216.570	217.216	218.184
Junta Departamental	24.207	23.239	23.239	23.239	23.239
Los demás	175.903	169.448	154.924	151.696	150.728

Fuente: Decreto de la JDF No. 7/16 del 18/3/16; convertido a UI por CARE

En lo que respecta a la recaudación por concepto de Ingresos Vehiculares, se dispone de lo percibido realmente a través del SUCIVE actualizado hasta junio de 2017 inclusive. CARE estimó la recaudación total para el año 2017 tomando en cuenta lo que representó la recaudación del primer semestre del año anterior (71 %) en el total. Los resultados se exponen en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 9: Recaudación SUCIVE</b>	
<b>Año</b>	<b>Miles de UI</b>
2012	48.943
2013	70.548
2014	80.365
2015	75.056
2016	75.411
2017*	78.656

\* estimada por CARE

Fuente: CARE en base a RAFISA

Se puede comprobar que la recaudación del SUCIVE, relativamente estable, es más que suficiente para afrontar las cesiones comprometidas según se desprende del Cuadro 9. En efecto, mientras que la recaudación estimada para el año 2017 es de (miles) UI 78.656, el año de mayor compromiso (año 2023) alcanza la cifra de (miles) UI 25.850, o sea, representa 32,86 % de lo fideicomitado.

Si se compara dicha cesión en relación al total de los ingresos esperados de la IF que, según el Cuadro 8 serían del orden de (miles) UI 400.000 representaría alrededor de , el 6,5 %.

### Otras cesiones

En diciembre de 2013, pero con vigencia a partir de agosto de 2014, la IF firmó un acuerdo con la UTE para reestructurar la deuda que, por concepto de alumbrado público, mantenía con dicho ente. Por el mismo, la IDF cede a un fideicomiso el subsidio que le corresponde percibir según lo dispuesto por la Ley No. 18.860, artículo 12 y siguientes, cediendo en garantía, además, el 10% de lo que le corresponde percibir por el SUCIVE así como la totalidad de la cobranza descentralizada de los demás tributos.

El monto total comprometido en esa operación alcanza la cifra de (miles) UI 16.595 a pagar en 20 cuotas anuales de (miles) UI 830. CARE ha calificado dicho Fideicomiso y en el caso de la IF, juzgó como muy improbable que tuviera que recurrir al uso de la garantía ya que el subsidio a que tiene derecho supera holgadamente la cuota comprometida; hasta el momento ha sido así. Por

otra parte, se trata de una cifra del orden del 1 % del SUCIVE anual por lo que se considera marginal aún en el hipotético caso que deba usarse.

En consecuencia, analizados ambos compromisos en conjunto, se concluye que este último no afecta el desempeño de este nuevo fideicomiso.

### Sensibilización

No resulta pertinente vincular el riesgo de modo estrecho con la realidad económica actual de la IDF. Solo puede mencionarse que no resulta posible que la intendencia deje de funcionar, o que deje de recaudar conforme a lo establecido.

No obstante, a modo de sensibilización, se establece la eventualidad de un escenario de profunda crisis económica del tipo que vivió el país entre los años 2001 a 2002 en que la recaudación de los tributos municipales cayó un 14 % real (recaudación agregada de todas las ID's excepto Montevideo) <sup>4</sup>. Esta eventualidad, cuya posibilidad no está prevista, al menos en el corto plazo, se contrasta con estos compromisos financieros y, derivado del Manual de CARE para estas operaciones, con las obligaciones emergentes del Rubro 0.

Al respecto se presenta el cuadro siguiente en donde se supuso una caída en los ingresos totales de la IF, incluyendo el SUCIVE, del orden del 14% y se le compara con los compromisos derivados de este fideicomiso (en el año de mayor monto) y el total del Rubro 0.

**Cuadro 10: Ingresos IF abatidos 14 % (miles de UI)**

Total Ingresos	337.526
Compromiso mayor con este FF	(25.850)
Rubro 0	(218.184)
<b>Diferencia</b>	<b>93.492</b>

Fuente: CARE en base IDF y RAFISA

Para elaborar el cuadro precedente, se tomó como referencia el ingreso esperado del año 2018, como representativo de un año normal, se le abatió en un 14 % y se le comparó con la cesión del año 2023 (la mayor) y el Rubro 0 del año 2018. Aún en este escenario, extremadamente negativo, el análisis de suficiencia es satisfactorio. Es claro también que el SUCIVE abatido en 14 % es más que suficiente para hacer frente a dicha cuota. En efecto, si a la recaudación anual lograda en 2016, del orden de (miles) UI 75.411, se la abate en 14 %, se obtendría una cifra del orden de (miles) UI 64.853, muy superior a los (miles) UI 25.850 requeridos.

### Riesgos considerados

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior es clara la capacidad de generar los flujos en el plazo adecuado. Los riesgos para que no se generen en tiempo y forma tendrían que ver solo con decisiones de política pública que no corresponden a este capítulo. *Riesgo muy bajo.*

**Riesgo por descalce de monedas.** En este caso este riesgo es prácticamente inexistente ya que la amortización se realiza en pesos ajustados por inflación (UI) y la recaudación municipal se realiza en pesos que se puede suponer confortablemente que también se ajustarán según la inflación por el período de amortización del título que se emite. *Riesgo casi nulo.*

<sup>4</sup> Cabe decir, además, que en dos años se normalizó la situación

## V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o sector concreto a ser evaluado en su capacidad de generarlos. No hay por tanto un mercado a analizar ya que los flujos se generan por decisión política de la IDF (o el Gobierno Nacional en su caso), y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos.

### Riesgos considerados

En consecuencia no corresponde el análisis del llamado riesgo mercado, como no existe en consecuencia tampoco un análisis del llamado riesgo de políticas públicas sectoriales referidas a ese mercado.

Destaca en cambio el riesgo político, que en este caso a su vez se puede descomponer en dos consideraciones.

1. Por una parte podemos juzgar el riesgo político propiamente dicho, es decir el referido a la estabilidad de las normas que originan la construcción financiera, aún cambiando los gobiernos nacionales o municipales como en este caso.
2. Por otra corresponde analizar qué pasaría si por contingencias derivadas de la marcha de la economía, o de la calidad de la administración presupuestaria, se generara un déficit municipal difícil de financiar. Qué posibilidad existiría que en este caso y aún existiendo una disposición normativa, se resolviera de hecho postergar el aporte presupuestario al fideicomiso, que constituye la base del repago.

El aporte es creado como ya se refirió por decisión de la IF con anuencia de la JDF e intervención del TCR. Esto determina una seguridad en su generación que deriva por tanto de la misma norma. En otras calificaciones de fideicomisos financieros procedentes de construcciones legales, se ha considerado siempre por parte de los analistas y las calificadoras a la ley, en especial cuando es votada por amplias mayorías, como una fuente de importante seguridad de repago. En este caso la situación es análoga: se trata de otra norma, una resolución municipal, ratificada por la Junta por mayorías especiales. Es cierto que se trata de una norma de menor jerarquía que la ley pero su fortaleza la consideramos aunque algo menor, similar.

Con respecto a los temas presupuestarios <sup>5</sup>, el comportamiento de la administración actual, no permite advertir conductas respecto del gasto que supongan peligro de un desequilibrio capaz de justificar un default de una deuda con instituciones importantes, y en violación de contratos, para una cantidad bastante menor respecto de la recaudación total. Por tanto no hay elementos que permitan advertir peligro de incumplimiento; menos aún considerando que por la constitución del fideicomiso la recaudación

<sup>5</sup>. CARE realiza un seguimiento permanente según información histórica disponible de las finanzas departamentales

descentralizada se dirige en primer lugar a él, y éste paga sus obligaciones. Por otra parte, la contingencia de una eventual caída de la recaudación de tributos fue analizada en este mismo informe en la sección dedicada al activo subyacente comprobándose que sus consecuencias no generarían un escenario crítico. Además, cualquier incumplimiento comprometería la posibilidad de utilizar este instrumento financiero para otros fines y para otras intenciones.

Se presenta en el cuadro siguiente una estimación de la evolución de las principales variables en el corto plazo.

<b>CUADRO 11 Proyecciones y expectativas</b>				
<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
PIB mundial (vol. físico)	3,1	3,5	3,6	3,8
PIB países desarrollados	1,7	2,0	2,0	1,9
PIB Brasil	-3,6	0,3	2,8	2,0
PIB Argentina	-2,3	2,5	2,4	2,8
Tasa depósitos en U\$S USA 6M %	1,4	1,3	2,8	3,3
<b>B Uruguay</b>				
PIB (var. % c/ período previo) Vol. físico	1,5	1,0	2,0	3,0
PIB en en Miles Mills \$	1.581	1.815	2.013	2.239
Exportaciones- Vol. Físico var.% c p. prev	-8,1	2	4,5	6,2
IPC (var. % c/ período previo)	8,1	8,4	7,3	6,7
Tipo de Cambio (var. % con per.previo)	-3,2	-0,4	8,4	6,4
IMS (var real anual)	1,6	2,7	1,5	1,9
Ocupación Var.% con período previo	-0,3	0,1	0,5	1,1
<b>C Uruguay Cuentas públicas (% / PIB)</b>				
Res. Primario -Sector Púb. Consolidado	-0,5	-0,4	0,4	0,9
Res. Global - Sector Púb. Consolidado	-3,9	-3,6	-2,9	-2,5
Deuda Bruta / PIB	63,0	60,4	62,9	62,8
<b>D Expectativas Enc. Mensual BCU 8/2017</b>				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>		
PIB (Var. Anual en vol físico)	3,4%	3,2%		
IPC (variación prom. anual)	6,0%	6,9%		
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	29,4	31,8		
Devaluac año calendario	0,4%	8,1%		
Resultado Global S. Público % PIB	-3,5%	-3,2%		

CARE en base a A: Update 1/2017 FMI para 2016 y 2017 WE Outlook- Act 13/9/17 . - B y C : Res. Finales 2016 Exclusivamente PIB % y \$ corrientes BCU (23-3-17 . , otros MEF /PE Mensaje presupuestal actualizados para las Ctas. Nacionales a inf. disponible al 5/4/2017 c/ act real TC e IPC 2016, BCU, En D.: Encuesta Expec. BCU 13-9- 2017.

Es más; en una hipotética situación de grave desequilibrio municipal no debería descartarse la asistencia del gobierno central dada la vinculación de esta operación no solo con instituciones nacionales, quizás las Administradoras de Fondos Previsionales, sino de éstas con el crédito del país. Por otra parte, la historia de la crisis del 2002 indica que las transferencias del Gobierno Nacional hacia las ID cayeron menos que los recursos de origen departamental.

En definitiva, un default de esta deuda supondría: una prolongada recesión, que ninguna estimación confiable prevé; una repercusión severa de la misma en la recaudación municipal, tanto la propia como la proveniente de transferencias<sup>6</sup>, muy superior a la estimada en el análisis de sensibilidad (que recoge lo sucedido en la recesión de 2001 y 2002); una merma de igual magnitud en la cobranza descentralizada; una norma jurídica que hiciera caer las cesiones, en violación de otras disposiciones. La probabilidad de cualquiera de estos eventos es baja; y la de todos a la vez mucho menor.

*En consecuencia el riesgo político, descompuesto en sus dos partes como se señaló, se considera casi nulo.*

<sup>6</sup> La información histórica permite afirmar que las transferencias del gobierno central se han reducido menos que la recaudación propia en momentos de crisis.

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, el fiduciario, el activo subyacente y los flujos esperados, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos, cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A-uy de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.<sup>7</sup>*

Comité de Calificación



Ing. Julio Prieve



Ct. Martín Durán Martínez

<sup>7</sup> CATEGORÍA A-uy. Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión con observaciones.**